

14 de julio de 2023

Daily Mercados

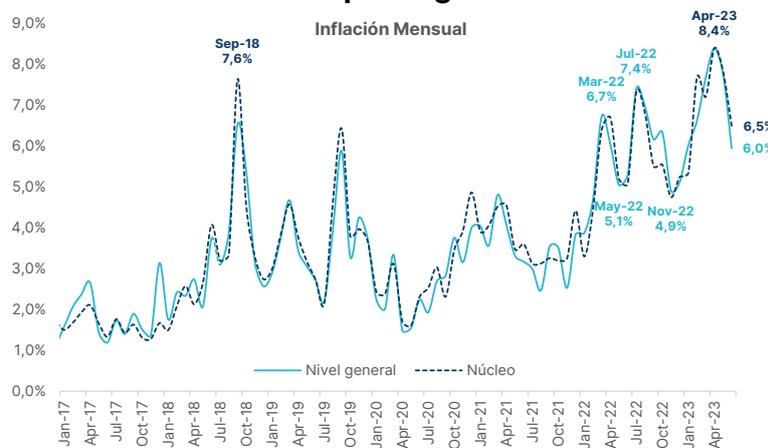
ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

La inflación volvió a sorprender al mercado

La inflación de junio fue 6% o 101,2% anualizado, cediendo desde 7,8% en mayo y 8,4% en abril y alcanzando su nivel más bajo desde enero. Así, fue la primera vez en seis meses que la inflación baja por segundo mes consecutivo respecto al mes anterior. **El registro sorprendió positivamente al mercado** por segundo mes, ya que se ubicó muy por debajo de lo esperado por el REM de junio (7,3%). También, las mediciones de alta frecuencia se encontraron por encima del dato, ya que oscilaban en el rango 6,6% - 7,2%. Una vez más la “buena” noticia es la no aceleración, pero **la inflación viajó por sexto mes consecutivo por encima de 6%, algo inédito desde 1990**. Más allá de la baja de mayo y junio, **sigue moviéndose a un ritmo superior a 135% anualizado en los últimos tres meses**. Específicamente, la media móvil de tres meses desaceleró de un máximo de 150,4% a 134,8% anualizado, siendo el tercer registro más alto desde 1991.

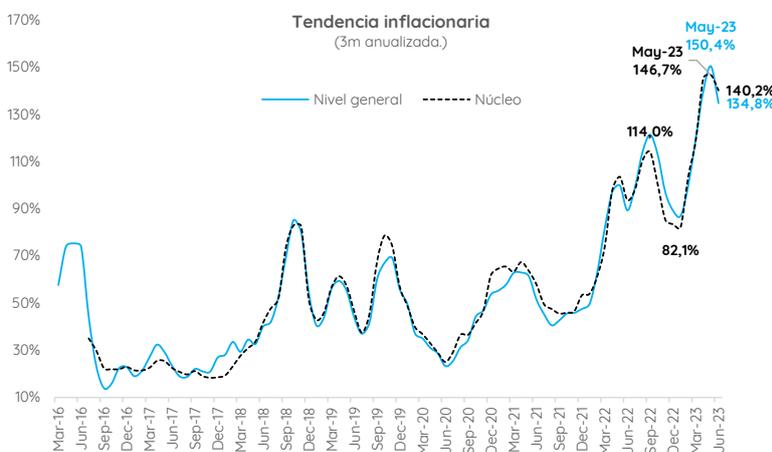
La inflación desaceleró por segundo mes consecutivo



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por su parte, **la inflación núcleo recortó de 7,8% a 6,5% en junio**, marcando también el segundo mes consecutivo a la baja, algo que no ocurría desde junio 2022. Al igual que sucedió con la general, el registro vino por debajo de lo esperado, ya que el REM estaba parado en 7,2%. De esta forma, el componente subyacente **excedió el 6,5% mensual por quinto mes consecutivo**. Lo más destacable del dato de la núcleo fue que **la media móvil de tres meses (medida tendencial) apenas cedió desde un récord de 146,7% a 140,2%**, por lo que sigue rondando máximos históricos. Este ritmo anualizado es equivalente a uno mensual de 7,6%.

La inflación continúa viajando muy por encima de 100% anualizado

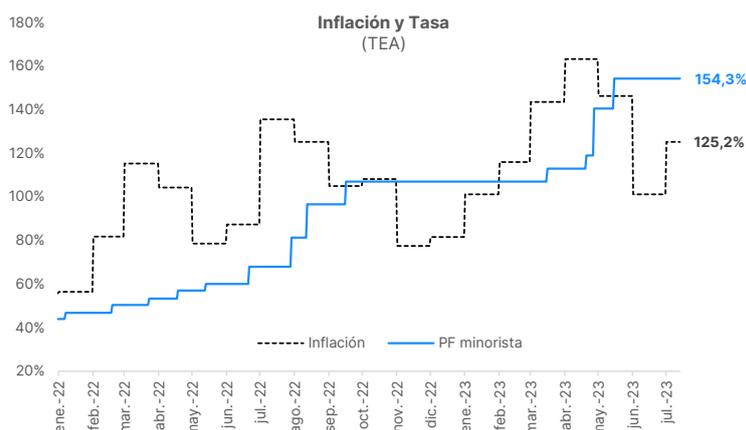


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Consideramos que **la inflación habría tocado un elevado piso en junio y que volvería acelerarse a partir de julio**. Al respecto, de acuerdo con datos de alta frecuencia, fue el comienzo de mes más inflacionario desde enero 2016, con una suba semanal de 3,1% para la general y 2,7% para la núcleo. Vale aclarar que los aumentos de servicios suelen concentrarse en la primera semana de mes. Más allá de esto, **las mediciones de alta frecuencia son poco alentadoras, dando indicios de que el ritmo de precios habría comenzado a acelerarse nuevamente**. Como mencionamos en reiteradas ocasiones, los regímenes de alta inflación no tienen un camino lineal, sino que se observan picos y valles cada vez más altos hasta que se implementa un plan de estabilización. En la misma línea que nuestro pensamiento, el REM de junio espera que la inflación se acelere hasta 8,5% en diciembre. Tiene sentido esa visión considerando que el déficit primario de 3,5/4% del PBI de 2023 será financiado mayormente con emisión monetaria. La evolución del proceso electoral imprimirá el ritmo de la velocidad de circulación de dinero (gobierno *market friendly* la desacelera) y, en consecuencia, determinará si se llega en esos niveles a diciembre o incluso se superan (como creíamos dos meses atrás). **Un triunfo de JxC contendría la inflación, pero aun así no evitaría que alcance niveles cercanos a 9%**. Analizamos más profundamente esta cuestión en nuestro informe especial "[La hora de la verdad, ¿dónde está el trade?](#)".

Por último, **el BCRA decidió mantener tanto la tasa de política monetaria como la de plazo fijo minorista en 97% de TNA**, lo que equivale a 154,9% y 154,3% de TEA, respectivamente. Estas tasas, que tienen un ritmo mensual equivalente de 8%, **no sólo fueron positivas en término reales *ex post* por segundo mes consecutivo, sino que por primera vez en mucho tiempo lo son *ex ante*** (recién en diciembre se espera un registro superior a 8%). A pesar de la reciente desaceleración de la inflación, consideramos que el BCRA teme por un shock cambiario que podría volver a acelerarla (suba de CCL, ampliación de la brecha y expectativa de devaluación). Ayer ya se percibió cierta presión dolarizadora en ese sentido (CCL subió 1,6%, de \$515 a \$524,5). Es por ello que, en la víspera de un evento de probable volatilidad, como puede ser una elección, **la autoridad monetaria mantenga la prudencia y no reaccione a partir de un dato de inflación aislado**.

La tasa en pesos viaja por encima de la inflación



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Tres claves para la licitación de hoy

Ayer el Tesoro publicó las condiciones de la primera prueba del mes, que se realizará hoy. En esta ocasión, **el equipo de Finanzas se enfrentará a vencimientos por casi \$619.000 millones** (desde la licitación anterior). Cabe destacar que prácticamente la totalidad del monto pertenece a manos privadas (99%), por cual será un test interesante para analizar el futuro de la deuda en pesos.

1. - ¿Qué instrumentos se licitan? Tras unos meses de ausencia, volvieron los títulos a tasa fija. A diferencia de licitaciones anteriores, se emitirá una nueva **LEDE al 31 de octubre del corriente año (S3103)**. Luego, todas las alternativas (salvo la LELITE para FCI locales) son reaperturas de ajustables por inflación o tipo de cambio. En concreto, los instrumentos que componen el menú son: una LELITE con vencimiento el 31 de julio de este año, dos LECERES, una con vencimiento el 18 de octubre (**X1803**) y otra el 23 de noviembre del mismo año (**X23N23**). Además, se emitieron reaperturas del bono ajustado por CER con vencimiento 26 de julio del 2024 (**T2X4**) y a 14 de febrero de 2025 (**T2X5**), un bono indexado al tipo de cambio con vencimiento 30 de abril de 2024 (**TV24**), y, por último, un BONTE con vencimiento el 23 de agosto del 2025 (**TG25**).

2.- ¿Qué nos parece esta licitación? Esperamos que en esta prueba el Tesoro sea generoso con las tasas que licite, principalmente por dos razones: i) las posibilidades de financiarse con el BCRA vía Adelantos Transitorios (ATs) está llegando al límite, y ii) la elevada proporción de vencimientos en manos de privados. En este sentido, **el BCRA le giró al Tesoro un Adelanto Transitorio (AT) a la entidad por \$400.000 millones para cubrir necesidades fiscales**, quedando muy cerca del techo establecido por la Carta Orgánica del BCRA (\$4,85 billones contra \$ 4,55 billones tomados). Además, esto se da en un contexto en el que el stock de depósitos del Tesoro en el BCRA ya es de por sí muy bajo, denotando la necesidad de liquidez del ente. Adicionalmente, **casi la totalidad de los vencimientos corresponden a tenencias de privados**, por lo que el Tesoro necesitará ofrecer un rendimiento atractivo para que los tenedores de deuda decidan renovar sus vencimientos y lograr un resultado positivo en esta vuelta. El bajo dato de IPC de junio abre la posibilidad de otorgar un premio mayor en la LEDE de corto plazo sin necesidad de incrementar tasas nominales.

3.- ¿Dónde vemos valor? La LEDE con vencimiento 31 de octubre (S3103) puede ofrecer una tasa atractiva. Dado que la inflación de junio fue de 6% (muy por debajo de lo esperado por el REM: 7,3%), el índice CER esperado disminuye. Concretamente, este coeficiente, que se utiliza para indexar las LECERES, al reducirse, reduce consecuentemente la tasa "nominal" que pagan. En este sentido, como se ve en el gráfico, **la LEDE (S3103) ajustada a la curva de LECER en el mercado secundario antes de la publicación del índice arrojaba una TEA del 134,5%. Sin embargo, luego del sorpresivamente bajo IPC, ese mismo ajuste está alrededor de 126.5% TEA.** En otras palabras, creemos que el Tesoro podría aprovechar parte de este extenso rango para ofrecer una tasa generosa para el mercado. No es un dato menor para un stock de deuda total en pesos que actualmente se encuentra en un 96,4% indexada.

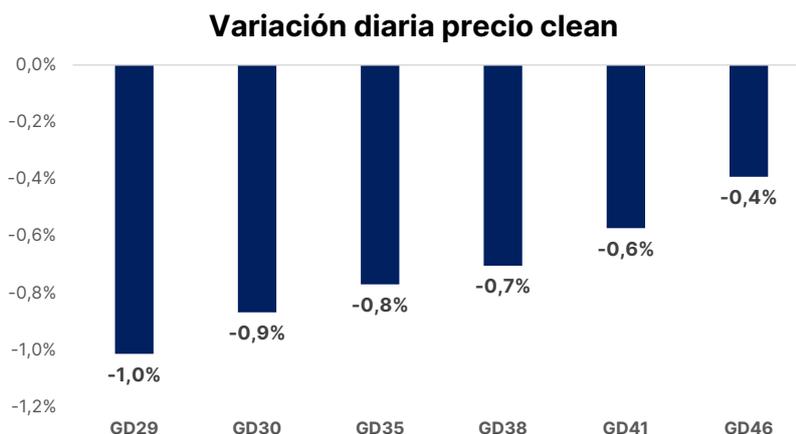
Comparación de la curva CER y la LEDE S3103, ¿dónde cortará?



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda en dólares: Segunda rueda de recortes

Los Globales no sostuvieron las subas de la apertura y retrocedieron otra jornada, mientras que el resto del universo emergente que continúa bajo un buen clima. Así, la deuda en dólares exhibió leves bajas de hasta 1% a lo largo de la curva en contraste con otros bonos de mercados distressed que extendieron los verdes favorecidos por el *risk-on* luego de conocerse los datos económicos favorables de la primera economía del mundo. En esta línea, los índices de referencia para este segmento, como el ETF EMB y el índice BBG Emerging Market, subieron un +1,1% y un +0,6% respectivamente. Sin embargo, **el precio medio ponderado de la deuda argentina en dólares cayó un 0,7%, hasta US\$32,54.**



Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Como mencionamos ayer, **la reciente contracción del diferencial entre los Globales y el universo emergente parece haberse detenido tras el repunte observado desde mayo.** En concreto, desde el miércoles, el precio promedio ponderado de la deuda hard dollar acumula una caída del 1,75%, a contracorriente del comportamiento del universo de bonos emergentes. Específicamente, la deuda en dólares tendría que haber registrado un crecimiento del 0,2% (ajustando por su beta). En este contexto, es posible que algunos inversores estén rebalanceando las posiciones de deuda argentina en sus portfolios tras la magnífica recuperación del mes pasado. Cabe mencionar que las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) no parecen tener un rumbo nítido en un contexto de una macro muy debilitada lo que **puede mantener cautelosos a los jugadores del mercado.**

Resultados VIST 2Q23 con futuro auspicioso

Vista Energy presentó sus resultados del segundo trimestre del 2023 (2Q23) ayer por la tarde. **Concluyendo su primer trimestre completo con foco en sus operaciones shale en Vaca Muerta, VIST incrementó su producción total en 4% interanualmente (yoy), pero 20% si excluyéramos los activos transferidos en marzo.** Con una producción total de 46.557 boe/d (84% petróleo), **en comparación al trimestre anterior (qoq), el declive alcanza un 11%.** Dentro de los motivos principales del descenso se encuentran la transferencia de activos convencionales (-5,5 Mboe/d, 97% de la reducción), limitaciones en la capacidad de evacuación por oleoductos (ya solucionadas, desbloqueando 4.700 bbl/d al comenzar a exportar petróleo a Chile a través de Oldelval y el oleoducto OTASA-OTC) y su foco en las pruebas de Águila Mora y Bajada del Palo Este (afectó en la cantidad de pozos conectados en el trimestre).

Por su parte, los ingresos generados por la comercialización de su producción se vieron impactados tanto en términos interanuales como trimestrales. Ello se explica principalmente por una **disminución sustancial en los precios del petróleo**, particularmente en el mercado externo

(precio realizado de 68,6 US\$/bbl vs 99,6 US\$/bbl en 2Q22), a donde destinaron el 48% de su producción. De esta manera, **los ingresos totales de VIST cayeron de US\$294,3 millones a US\$231 millones yoy** (por debajo de nuestras estimaciones). Cabe destacar también que parte de la baja se debe a la reducción en los volúmenes exportados qoq, producto de la postergación a la primera semana de julio de uno de los cuatro buques planificados para el trimestre. A causa de una normalización del inventario y un redireccionamiento de la producción de petróleo hacia Chile, la disponibilidad en la terminal para exportaciones desde el Atlántico no fue suficiente para completar la carga de la cuarta embarcación, lo que generó un retraso en el envío.

Como es de esperar, esta caída en las ventas tuvo su efecto cascada en el resto del estado de resultados. **Los niveles de EBITDA disminuyeron US\$50,3 millones a US\$151.8 millones, la utilidad operativa se ubicó en US\$83,2 millones y el resultado neto culminó en US\$52,2 millones (-48,7% yoy)**. Aun así, el margen EBITDA se sostuvo en 66%, cercano a los niveles del trimestre anterior (67%). Ello se debe en parte a la mejora en los costos de producción, siendo que **el lifting cost cayó de 7,8 US\$/boe en 2022 y 6,8 US\$/boe en 1Q23 a 4,8 US\$/boe en este trimestre**.

Para adelante, esperamos que la mejora operativa, consecuencia del foco en la producción no convencional, y la habilitación de capacidad existente en los oleoductos que permitirán mayores exportaciones a Chile queden plasmados en los siguientes trimestres. Adicionalmente, la normalización de inventarios debería ayudar a retomar los niveles de ventas al exterior al incrementar las disponibilidades en la terminal para exportaciones desde el Atlántico. Por último, los excelentes resultados de producción anunciados recientemente por VIST en Águila Mora, Coirón Amargo Norte y Bajada del Palo Este, que permitieron sumar 300 locaciones al inventario total, serían auspiciosos de cara al futuro.

Nuevos indicios de desaceleración económica en China

Las exportaciones chinas mostraron su mayor contracción interanual desde el comienzo del 2020. **La caída se explicó principalmente a una disminución de la demanda global de los países desarrollados.** Las exportaciones de China disminuyeron un 12,4% valuadas en dólares comparado con el año anterior, cifra que supera la caída del 10% que los analistas anticipaban. Este descenso profundiza la desaceleración observada en mayo (-7,5%). **Por otro lado, las importaciones también mostraron una caída más acentuada de lo previsto, indicando cierta disminución de la demanda interna.** Concretamente, las importaciones se redujeron un 6,8% en junio en comparación con el mismo mes del año anterior, un descenso que superó las proyecciones de los economistas (-4,1%) y la caída anual del 4,5% en mayo. En el acumulado del año, las exportaciones disminuyeron un 3,2% en comparación con el mismo período del año anterior, mientras que las importaciones cayeron un 6,7%. **El enfriamiento de la economía china también se observa en la evolución de los precios.** En este sentido, el índice de precios al productor registró en junio su novena caída consecutiva mensual, con una deflación del 5,4% respecto al año anterior, la mayor caída desde diciembre de 2015. Ante la evidente desaceleración económica, las autoridades chinas ya han empezado a implementar medidas para estimular el crecimiento. El Banco Popular de China redujo la tasa de interés en junio y ofreció líneas de crédito adicionales para los desarrolladores inmobiliarios. **Sin embargo, los datos más recientes sugieren que sería necesario tomar medidas adicionales para alcanzar el objetivo de crecimiento del 5% establecido por el gobierno.**

Exportaciones e importaciones de China (Var. interanual)

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por su parte, el mercado abre en verde en la última rueda de la semana. En este sentido, los futuros de los principales índices bursátiles comienzan al alza. El Dow Jones lidera con una suba del 0,46%, seguido por el S&P 500 (0,15%) y el Nasdaq (0,03%) que muestra un alza menor comparado a los últimos días. Por su parte, los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano cambian la tendencia de ayer, y abren con subas a lo largo de la curva. En el tramo corto se observa un aumento de 4pbs, y en la parte larga el incremento es de 2pbs. Por último, las cotizaciones del petróleo comienzan la jornada en un sendero bajista. El WTI se sitúa en US\$76,7 por barril, equivalente a una baja del 0,25%. Por su parte, el Brent alcanza los US\$81,2 por barril, mostrando un descenso del 0,22%. Finalmente, el oro comienza el día en rojo, con una cotización en torno a los US\$1.960 por onza (-0,2%).

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez

Analyst

dmendez@portfoliopersonal.com

Alejo Lerner

Analyst

alerner@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Intern

lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfoliopersonal.com

Francisco Schiffrer

Team Leader Strategist

fschiffrer@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfoliopersonal.com

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.